ĐỊNH GIÁ THEO PP DÒNG TIỀN CHIẾT KHẤU (DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION)



Ưu điểm

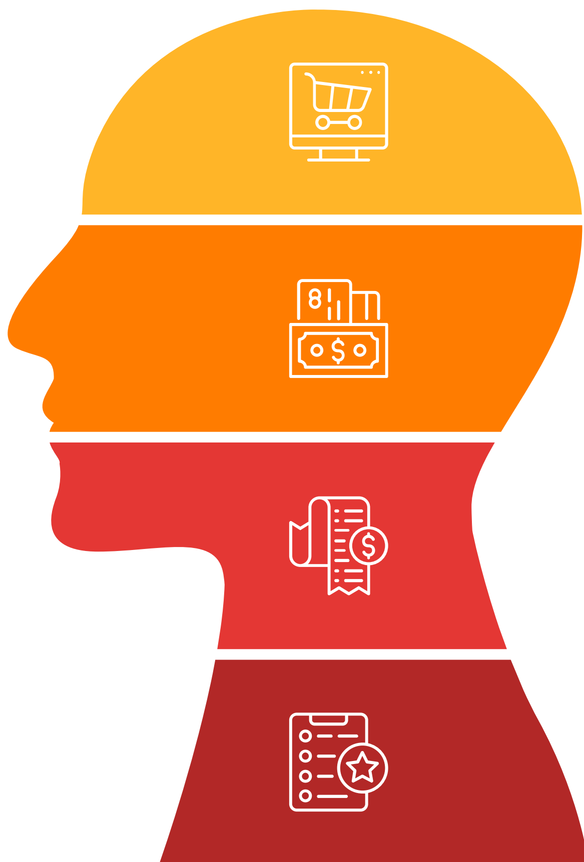
- Là phương pháp có độ tin cậy cao nhất do được dự phóng dựa trên dòng tiền được tạo ra bởi chính hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Các phương pháp khác sử dụng dữ liệu của thị trường để tính toán.



Nhược điểm

- Việc dự phóng có nhiều yếu tốt chủ quan và không chắc chắn
- Lãi suất chiết khấu rất khó để dự đoán chính xác. Đây là chỉ tiêu có độ nhạy rất cao tới kết quả tính toán
- Dễ dàng bị điều chỉnh (manipulate) bởi người lập

ĐỊNH GIÁ THEO PP DÒNG TIỀN CHIẾT KHẤU (DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION)



ĐỊNH GIÁ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP HAY GIÁ TRỊ VỐN CHỦ SỞ HỮU?

GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Đặc điểm của phương pháp

- Bao gồm giá trị của tất cả các bên cấp vốn: tất cả các cổ đông và tất cả các chủ nợ;
- Áp dụng lãi suất chiết khấu là chi phí vốn bình quân giữ vốn chủ và vốn vay;
- Chỉ cần điều chỉnh (trừ đi) giá trị thị trường của các khoản nợ là xác định được giá trị của vốn chủ sở hữu *(giá trị mỗi cổ phần, cổ phiếu đang được giao dịch);*
- Được áp dụng rộng rãi và phổ biến

GIÁ TRỊ VỐN CHỦ SỞ HỮU

Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Đặc điểm của phương pháp

- Dòng tiền tự do cho riêng vốn chủ sở hữu
- Sử dụng lãi suất chiết khấu là chi phí vốn chủ sở hữu

CÁC BƯỚC ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

- **B1: Dự phóng dòng tiền trong chu kỳ tăng trưởng (finite horizon)**
  Thông lệ áp dụng là 5-10 năm. Năm thứ 5 hoặc năm thứ 10 gọi là năm cuối cùng của chu kỳ tăng trưởng (terminal year), sau đó tốc độ tăng trưởng đều vô hạn.
- **B2: Dự phóng dòng tiền từ sau năm cuối cùng của chu kỳ tăng trưởng**
- **B3: Sử dụng lãi suất chiết khấu phù hợp. Chi phí vốn chủ cho phương pháp FCFE, hoặc chi phí vốn bình quân (WACC) cho phương pháp FCFF**
- **B4: Loại bỏ giá trị thị trường của của các nghĩa vụ nợ để tính ra FCFE**
  (nếu phương pháp đang áp dụng là FCFF)

Lưu ý: Điều quan trọng nữa là cần xác định chính xác dòng tiền tự do *(free cash flow)* khi đưa vào mô hình định giá
(Có một số trường hợp, các chuyên gia phân tích sử dụng EBITDA để đơn giản việc dự phóng)

CÔNG THỨC DÒNG TIỀN CHIẾT KHẤU - DCF

WE ARE PROFESSIONAL

STT	Chỉ tiêu	Năm T+1	Năm T+2	Năm T+3	Năm cuối cùng
1	Lợi nhuận sau thuế				
2	Thuế TNDN				
3	Lãi vay				
4	EBIT				
5	Khấu hao				
6	EBITDA				
7	Capex				
8	Tăng giảm VLĐ				
9	Tăng giảm nợ vay				
10	**FCFE = 1 + 5 – 7 – 8 + 9**	**FCFE = Net Income – (CapEx – Dep) – WC change + (New debt issued – Debt Repayment)**			
11	**FCFF = 4 x (1-t) + 5 – 7 – 8**	**FCFF = EBIT x (1-t) – (CapEx – Dep) – WC change**			
12	Giá trị hiện tại của dòng tiền				
12.1	*- PV của FCFE (Cost of capital)*				
12.2	*- PV của FCFF (WACC)*				

VÍ DỤ 1: PHƯƠNG PHÁP DCF

WE ARE PROFESSIONAL

	3/09	3/10	3/11	3/12	3/13	3/14	3/15E	3/16E	3/17E	3/18E	3/19E
NOPAT	7,772	-32,669	44,532	43,105	61,242	32,519	56,087	65,862	73,415	82,144	84,275
Operating Profit	7,589	-54,247	67,808	97,022	103,827	65,986	93,478	109,769	122,359	136,906	140,459
Tax Rate	-2%	40%	34%	56%	41%	51%	40%	40%	40%	40%	40%
Depreciation	172,781	174,106	182,340	186,368	194,016	215,180	232,426	245,495	252,188	257,463	266,014
Working Capital Chg.	-9,544	-3,939	12,277	1,817	-30,097	-6,588	-1,722	-1,257	-1,141	-756	-802
Capex	-145,709	-209,937	-211,698	-196,881	-162,752	-183,739	-212,639	-205,639	-191,639	-200,000	-200,000
Free CF	**25,300**	**-72,439**	**27,451**	**34,409**	**62,409**	**57,372**	**74,152**	**104,460**	**132,823**	**138,850**	**149,487**
Discount Factor							1.02	1.07	1.12	1.17	1.22
Present Value							**72,538**	**97,786**	**118,983**	**119,025**	**122,625**

WACC	4.5%
Perpetual Growth Rate	0.0%
Sum of Present Value (FY3/15E - FY3/19E)	519,399
Perpetual Value	1,292,394
Theoretical EV	**1,811,793**
Net Debt	564,834
Theoretical Equity Value	**1,246,960**
Theoretical Share Price (¥)	**357**

Lưu ý:

- **NOPAT = EBIT**
- **Debt issued = Debt Repayment**

VD2: ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP HÀNG KHÔNG

WE ARE PROFESSIONAL

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT		**323**	**4,105**	**4,966**	**6,327**	**6,450**	**8,807**	**10,715**	**12,872**	**15,053**	**15,008**	**17,781**
less: Taxes		0	0	0	0	0	123	1,066	1,442	1,713	2,161	2,605
EBIAT		**323**	**4,105**	**4,966**	**6,327**	**6,450**	**8,685**	**9,648**	**11,430**	**13,340**	**12,847**	**15,175**
Plus: Depreciation and amortization		133	164	186	210	236	264	295	328	364	403	438
Less: Capital expenditure		-2,016	5,535	2,224	3,074	3,677	3,627	3,831	4,427	4,737	4,627	5,073
Less: Increase in net working capital		-1,563	3,119	1,074	1,618	2,038	1,992	2,053	2,402	2,519	2,489	2,726
Unlevered free cash flow (FCFF)		**4,034**	**-4,385**	**1,855**	**1,845**	**971**	**3,330**	**4,058**	**4,928**	**6,448**	**6,134**	**7,814**
Present value of FCFF		4,034	-3,987	1,533	1,386	663	2,067	2,290	2,528	3,007	2,600	3,011
Cumulative Present value of FCFF	**19,133**											

Source: VNDIRECT RESEARCH

BÁO CÁO ĐỊNH GIÁ

VIET JET-AIR (VJC VN)

Figure 10: FCFF Valuation

Terminal FCFF	**7,814**
Growth	2.00%
Terminal value	**99,559**
Discount factor	0.39
Present value of terminal value	**38,364.9**
Enterprise Value	**57,498.2**
Less: Total debt	7,794.8
Plus: Cash and Cash Equivalents	6,283.9
Implied equity value	**55,987.2**
Outstanding shares	541,611,334
Equity value per share	**103,400**

Source: VNDIRECT RESEARCH